سندات الاستثمار
المتوسطة والطويلة الأجل

د. منذر قحف

ورقة مقدمة للندوة الفقهية الخامسة لبيت التمويل الكويتي، الكويـت 2 - 4 تشـرين الثـاني (نوفمبر) 1998.

سندات الاستثمار
المتوسطة والطويلة الأجل

1 - مقـــدمة

لا شك أن التنمية الاقتصادية ترتبط بإقامة المشروعات الإنتاجية والخدمية، مما يعني التزام المستثمر بالمشروع لآجال متوسطة وطويلة تتجـاوز عمليـات تمويل التجارة التي يغلب عليها الأجل القصير. والمشروعات الكبيرة التي تعتمـد على الحجم الكبير في الإنتاج تتطلب اسـتثمارات ضخمة مما يحتاج إلى تجميـع مدخرات عدد كبير من الناس .

ومن المعروف أن تحويل هذه الاستثمارات ، سواء منذ بدء القيام بهـا أو بعد نشوئها، إلى أوراق مالية Securitization وهو ما نسميه بعمليـة "السـنددة" يسهل الكثير من عملية تجميعها ويتيح فرصة انتقالها من يد إلى يد بيسر كبيـر. الأمر الذي يمكن عامة الناس من الجمع بين مزيتين مهمتين جدا هما: الاسـتثمار الذي يقصد الربح والسيولة العالية بوقت واحد. وبذلك يمكن للاستثمار المسندد أن يصل إلى معظم المدخرات المتوفرة، حتى تلك التي يحتاج أصحابها إلـى نسـبة عالية من السيولة، دون أن تؤثر تلك السيولة على المشروع نفسه ومـا يحتاجـه من استقرار في تمويله. ولا شك أن ذلك إنما أصبح ممكنا بسبب اختراع مفهـوم المؤسسة ذات الشخصية الاعتبارية Corporation الذي جعل من الممكن الفصـل بين نوعين من الملكية والتصرف معا هما: ملكية المؤسسة لموجوداتها وتصرفها بها، وملكية أصحاب المؤسسة لحصصهم في المؤسسة وتصرفهم بما يملكون.

ولقد توسعت السنددة فتجاوزت فكرة الأسـهم (ملكية مؤسسة) إلى ملكيـة الديون التي تصدرها الشركات Corporate Bonds ، والتي تصـدرها الحكومات Government or Tneasury Bonds [1]. ثم تجاوزت ذلك أيضا إلى أنواع كثيـرة من الأوراق المالية الفعلية أو المتصورة ما فيها المشتقات والوحدات وغير ذلك.

وتهدف هذه الورقة إلى دراسة الشروط والظروف الموضوعية لإصـدار سندات تمويل إسلامية ذات أجل طويل تصلح للاستخدام في تمويل المشـروعات التنموية من قبل الحكومات والمؤسسات. لذلك فقد قسمتها إلى أربعة عناوين أولها هذه المقدمة. يليها بحث سندات التمويل الإسلامية بشـكل عـام وأساسـها فـي الاقتصاد الإسلامي ثم بحث سـندات الأعيـان المـؤجرة وسـندات الخـدمات وخصائصها، ثم بحث في شروط وظروف إصـدار وتـداول سـندات الأعيـان المؤجرة وسندات الخدمات من قبل مؤسسة مالية إسلامية تنتسب للقطاع الخاص.

[1] يلاحظ أن سنددة الديون العادية Promissory Notes أو التجارية بأنواعها (السند، والكمبيالة والسـند الإذ) سابقة على وجود الأسهم وسندات قروض الشركات وا كومات.

2 - سندات التمويل الإسلامية

سنبحث في هذا القسم استحقاق الربح بالتمويل في الشريعة الإسلامية، ثم الأساس الشرعي لما يسمى "الأصول المالية" وأنواع السندات أو الأوراق المالية المشروعة، لننتقل إلى بحث سندات الأعيان المؤجرة وسندات الخدمات في القسم الثالث.

أ - استحقاق الربح بالتمويل

إذا كان استحقاق الربح في الشريعة بالمال أو العمل أو الضمان، وكان التمويل، مهما كان شكله ووسائله، تقديم مال بقصد الاسترباح، فإن استحقاق الربح بالتمويل شرطه هو الملك المستمر طيلة فترة نشوء الربح. ولا يوجد في الشريعة أساس آخر لاستحقاق أية زيادة على المال. هذا هو الأساس الأول للاسترباح بالتمويل، أما الأساس الثاني فهو النماء الفعلي. فالمال المملوك الذي يمكن أن يستحق لصاحبه ربح ينبغي أن يكون مما ينمو إما بطبيعته، أو بنظرة السوق إليه.

أما النماء الطبيعي فيكون إما بزيادة المال المملوك نفسه كماً أو نوعاً ومثاله أنعام تسمن (زيادة نوعية) أو تتوالد (زيادة كمية) وأرض ينمو فيها الكلأ أو الكمأة وسائر الفطور. أو يكون النماء الطبيعي فيض من المنافع أو السلع من المال المملوك نحو منافع الدار والآلة أو ماء البئر أو ثمر الشجر. وكما يحصل النماء الطبيعي أحيانا دون تدخل الإنسان وجهده المباشر، يحصل أيضا بجهد الإنسان ونشاطه في الزراعة والصناعة والتجارة. وعندئذ يمكن أن يختص صاحب الجهد بجزء من النماء.

وأما النماء بنظرة السوق فهو ما سماه الفقهـاء بالتقليـب وهـو يتضـمن المغايرة بين جنسين، يستعمل أحدهما معيارا في المغايرة. وينشأ هذا النماء عـن تغيـر الظروف السوقية للسلعة من عرض وطلب وما يؤثر عليهما من عوامـل عديدة. فهو إذن يعكس تغيرا حقيقيا في ظروف العرض أو الطلب على الشـيء مما يؤدي إلى تغير في نظرة (تقييم) الناس له. فلو بدأنا بتملـك المـال النقـدي وبادلناه بسلعة ثم بادلنـا السلعة مـرة ثانية بمال نقدي يزيـد عـن الأول، فـإن الزيادة تكون من حق المالك طالما أن ملكيته استمرت من المال النقدي الأول إلى بديله ثم إلى المال النقدي الثاني[2].

ويدهي أن يكون المالك هو الذي يتحمل ما يطرأ على المال من نقص، أي أن الغرم، شأنه في ذلك شأن الغنم، هو من مستلزمات أو مقتضيات أو خصائص التملك. فالمالك يتحمل غرم ما يتعرض له المال من نقص أو هلاك كما أنه هـو الذي يستحق ما ينشأ له من زيادة. معنى ذلك أن ارتبـاط الغـنم بـالغرم سـببه ومنشأه هو كون كليهما خاصتين من خصائص الملك. ولكنه لا توجد علاقة سببية بين الغنم والغرم. كأن يتبرع له طرف ثالث بضمان الغرم أو أن يشتري تأمينـا شاملا، لكل غرمه من شـركة تأمين إسلامية بتبرع يدفعه لها، فإن ذلك لا يغيـر شيئا من استحقاقه للربح الناشئ عن ملكه. فليس من شروط استحقاق الربح وجود غرم لا يمكن تجنبه.

2 و كن أن صل ا غايرة بصورة حكمية عن طريق التقييم با نس ا عيار (النقود غالبا) فيما ب فترت ، كمـا صل صناديق الاستثمار بالأسهم (على فرض بقاء نفس الأسهم)، أو كما صل بتقييم زون من بضاعة أول ا دة وآخرها.

وليس كل مال له نماء طبيعي أو سوقي. تلك هي حقيقة قائمة، وهي سـنة من سنن الحياة. والنظرة الإسلامية للمال وللاقتصاد تقف دائما إلى جانب الحقيقة والواقع. أما عدم النماء الطبيعي في بعض الأموال فهو ملاحظ فـي كثيـر مـن المملوكات غير ذات الحياة أو القدرة على احتواء الحياة.[3] مثال ذلـك الجمـادات الاستهلاكية كورق الكتابة وأقراص الفيتامين، وفي الأشياء ذات الحيـاة الكامنـة، كالحبوب الجافة وكثير من المثليات الاستهلاكية. وهذه كلها قد تتعـرض للغـرم الطبيعي بالفساد ونحوه، دون أن يكون لها نماء طبيعي. مثل ذلك أيضا الـديون ، فإنها أموال لأنها تمثل التزامات في ذمة الغير. ولكنها ليس لها نماء طبيعـي لأن طبيعتها معنوية فهي مفهوم قانوني - أو شرعي - بحـت لا يتصـور أن يكـون لمقدارها نمو طبيعي.

أما النماء السوقي فإنه يمكن أن يحصل لبعض الأموال - على الرغم مـن عدم إمكان النماء الطبيعي لها. فالجمادات الاستهلاكية وغيرها مـن السلع يمكـن أن يتغير تقييم الناس لها فيما بين نقطتين زمانيتين أو مكـانيتين. ولكـن النمـاء السوقي لا يحصل لكل نوع من الأموال. فالديون مثلا لا يمكن أن يحصل لها أي نماء سوقي، فتقييم أهـل السـوق لمائة دينار هو دائما مائة دينـار[4]، وتقـويمهم لطن من القمح دينا هو دائما طن من القمح.

---

[3] رج بذلك الأرض على اعتبار الزرع الطبيعي اء ا. وإن كان الأو اعتباره اء لبذوره .

[4] مسألة التضخم خارجة عن نطاق ثنا. وهي حقيقتها ليست تقييما للنقد بالنقد نفسه، وإ ا هي تقييم بـ زمن بسلة سلع يع عنها مقياس الأسعار.

ولكننا إذا قسنا الديون بمعيار من غير جنسها لأمكن أن يكون لها تقييم سوقي. فلو كان الدين عينيا وقسناه بالنقود، فإن التقييم النقدي عند الناس للسلعة التي يتحدد الدين بجنسها يمكن أن يتغير بين زمن وآخر. فتقييم السوق بالدينار لطن من القمح يسلم اليوم قد يكون مختلفا جدا عن طن يسلم بعد شهرين. أما إذا كان الدين نقديا فإنه لا يمكن أن يكون له نماء عند قياسه بالنقود الحاضرة، سواء أكان الدين حالا أم آجلا، لأنه يقاس بنفس جنسه. فالألف دينار هي ألف دينار، حالة كانت أم آجلة.

وإذا لم يكن له نماء سوقي، فإن أي نماء في الدين، عند مبادلته بجنسه، لا يكون إلا افتراضيا تحكميا، وهو من ربا الفضل إذا كان الدين حالا وبودل بجنسه حاضرا، أو من ربا النسيئة إذا كان آجلا وبودل بجنسه حاضرا أو لأجل غير أجله.

وبذلك، فإن اعتبر بعض الناس أن للقرض النقدي زيادة عبر الزمن، فإن هذا النماء إنما هو افتراضي تحكمي أيضا، وليس بالحقيقي، سوقيا كان أم طبيعيا. وذلك هو عين ربا النسيئة. وطالما أن الشريعة تعترف - في مسألة النماء - بما هو حقيقي وترفض ما هو "وهم". [5] وتحكم مفترض، فإن بيع الديون النقدية، آجلة أم حالة، بالنقود ينبغي فيه التماثل. الأمر الذي لا يجعل من عملية شراء دين نقدي وانتظار استحقاقه عملية استرباحية، مما يؤول إلى عدم عقلانية (أو رشد) تداول الديون في ظل النظام الإسلامي.

---

[5] كما اه القرط تفسه.

ب - السنددة [6]

إن أهمية مسألة استحقاق الربح وربطه بالنماء الحقيقي أو السوقي على موضوع السنددة تتضح بتأكيد أن الاستثمار في السندات يهدف إلى تحقيق عائد لمدخرات الأفراد بنفس الوقت الذي يتيح لهم فيه درجة عالية من القابلية للتسييل. وإذا كان الربح لا يستحق على التمويل إلا بتملك مال نام، فإن سنددة الديون النقدية تَخرج من ميدان الاسترباح بالمال في الشريعة، مما يحصر السندات القابلة للتداول بنفس الوقت الذي تتوافق فيه مع أحكام الشريعة الإسلامية بتلك التي تمثل ملكية أموال نامية نماء طبيعيا أو سوقيا. فهذه وحدها يمكن أن تمثل مالا أو مجموعة أموال استرباحية. ويمكن لهذه الأموال أن تكون إنتاجية تتمثل سنددتها في الأسهم التي قد تمثل مضاربة أو مشاركة في مشروعات إنتاجية. ويمكن للأموال الاسترباحية أيضا أن تكون مالا أو مجموعة أموال معمرة يتدفق منها



---

[6] هناك مسألة هامشية تاج إ توضيح وتتعلق بعبارة "الأصول ا الية" وهي مصطلح شائع جـدا عنـد ا اسـب وا الي ، إ درجة أنم كث ا ما ينظرون إليها على أنا نوع آخر من الأصول بعيدا عن أنواع الأصول الا عرفتها الشريعة الغراء . فالشريعة الإسلامية تعرف أربعة أنواع من الأصول هي: الأعيان، وا نافع وا قوق ا الية ا تقومة، والديون، والنقود. و ا أن ع الشريعة تنظر إ ا قائق دائما، ولا تغرها الاصطلاحات والافتراضـات، فإنـا لا ترى الأصول ا الية إلا ما وراءها من حقائق، ولا تعت هذه الأصول ا الية إلا قدار ما ثله من أموال حقيقية ، مادية كانت أم معنوية.

وبالتا فإن حكم الشريعة على الأصول ا الية مشتق من حكمها على ما ثله. فطا ا أن الأصل ا ا ثل مالا ترى الشريعة ماليته، فهو مقبول للتملك والتعامل والتداول بشروطه. أما إذا خرج الأصل ا ا عن ذلك، يث لا ثل واحدا من الأموال الأربعة ا ذكورة، أو خليطا منها، فإنه لا يعت ولا يعترف به. ولعل رأي مع الفقه الإسـلامي ا نبثق عن منظمة ا ؤ ر الإسلامي حول حرمة التعامل با يارات وا ؤشرات مب على هذا الأساس فهم الأصول ا الية. إذ اعت "ا عقود عليه" ا يارات "ليس مالا ولا منفعة ولاحقا ماليا ـوز الاعتيـاض عنـه" وأن بيـع ا ؤشرات "هو بيع شيء خيا ." (مع الفقه الإسلامي ، الدورة السابعة عام 1992، القرار رقم 7/1/65).

سيل من المنافع فتتمثل في سندات الأعيـان المـؤجرة، أو سـندات الأراضـي المنزرعة[7]، أو قد تمثل السندات أموالا تخضع للتقييم السوقي كالمنافع والأعيان.

وفي مقابل ذلك، فبما أن الديون الناشئة عن عقدي المرابحة والاستصـناع هي ديون نقدية، مما لا يجوز الاسترباح بنقل ملكيتهـا لأنهـا لا تقبـل التـداول بالنقود إلا بقيمتها الاسمية، فسنستبعد السندات التـي تمثـل ديـون المرابحـة والاستصناع من هذه الزمرة لعدم قابليتها للتداول.

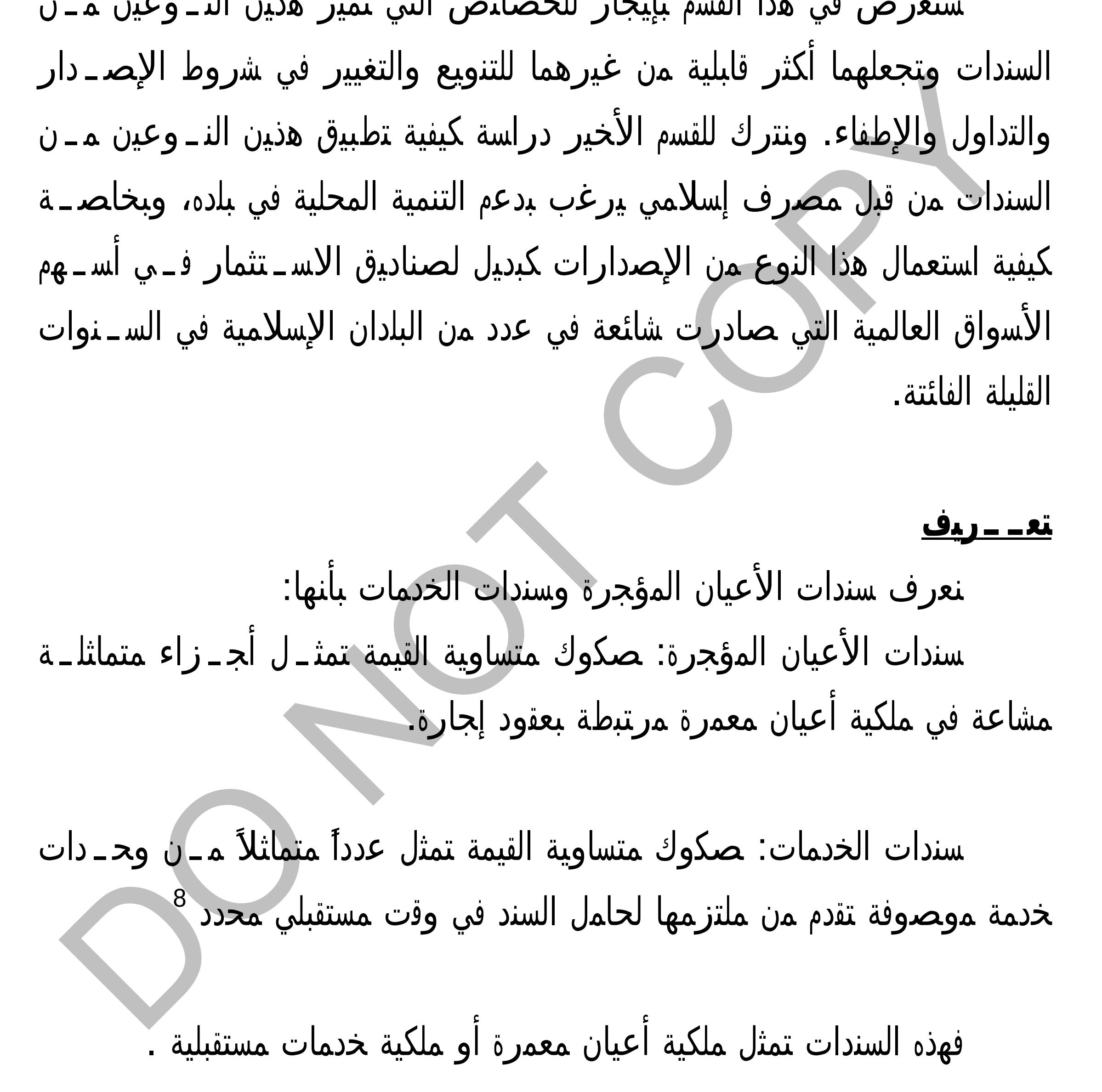
وسنقصر الحديث فيما تبقى من هذه الورقة على سندات الأعيان المـؤجرة وسندات الخدمات كنوعين من السندات التنموية المتوسطة الأجل، مما يتوافق مع الشريعة الإسلامية.

---

7 سندات الأراضي ا رعة هي فكرة جديدة كن إضافتها إ السندات ا كن إصدارها ا يتوافق مع أحكام الشريعة. فيمكن للسند أن ثل ملكية مشاعة لأراض زراعية مرتبطة بعقد مزارعة مع شركة للإنتاج الزراعـي، دد فيه حقوق والتزامات الطرف . و كن تطبيق هذا النوع من السندات على الأراضي ا تستصلحها الدولة (أو شركة لاستصلاح الأراضي) وترغب بتوزيعها على الناس ضمن برنامج للتنمية الزراعية. فتستصلح ا كومة أرضا مثلا مساحتها عشرة آلاف فدان، وتتعاقد مع شركة زراعية على زراعتها بنصف ما تنتجه من صـول. وبنفس الوقت تصدر ا كومة ألف سند أرض م رعة كل منها ثل عشرة فدادين، وتبيع هذه السـندات السوق إ ا ستثمرين. فتحصل ا كومة على ن الأرض لتستعمله مشروعاتا الإ ائية أو دعم ميزانيتها. ويكون عائد مالك السند هو حصته من غلة الأرض، وهي تزيد وتنقص حسب ا واسم الزراعيـة وأسـاليب الزراعة وأسعار السوق وعوامل أخرى عديدة، ويكون ملة السندات هيئة ثلة(كن ديدها صـكوك السندات نفسها، كأن تكون بنك استثمار لي، أو نة منتخبة من قبل مالكي السندات) يكون دورها مراقبة الشركة الزراعية و ديد العقد معها أو استبدا ا بشركة أخرى. و كن بذلك الإفادة مـن أسـاليب الزراعـة ا ديثة ا لا يقدر عليها الأفراد لو قاموا بالزراعة بأنفسهم.

3 - سندات الأعيان المؤجرة وسندات الخدمات

سنعرض في هذا القسم بإيجاز للخصائص التي تميز هذين النـوعين مـن السندات وتجعلهما أكثر قابلية من غيرهما للتنويع والتغيير في شروط الإصـدار والتداول والإطفاء. ونترك للقسم الأخير دراسة كيفية تطبيق هذين النـوعين مـن السندات من قبل مصرف إسلامي يرغب بدعم التنمية المحلية في بلده، وبخاصـة كيفية استعمال هذا النوع من الإصدارات كبديل لصناديق الاسـتثمار فـي أسـهم الأسواق العالمية التي صادرت شائعة في عدد من البلدان الإسلامية في السـنوات القليلة الفائتة.



<u>تعـريف</u>

نعرف سندات الأعيان المؤجرة وسندات الخدمات بأنها:

سندات الأعيان المؤجرة: صكوك متساوية القيمة تمثـل أجـزاء متماثلـة مشاعة في ملكية أعيان معمرة مرتبطة بعقود إجارة.

سندات الخدمات: صكوك متساوية القيمة تمثل عدداً متماثلاً مـن وحـدات خدمة موصوفة تقدم من ملتزمها لحامل السند في وقت مستقبلي محدد [8]

فهذه السندات تمثل ملكية أعيان معمرة أو ملكية خدمات مستقبلية .

---

[8] منذر قحف ، سندات الإجارة والأعيان ا ؤجرة، ا عهد الإسلامي للبحوث والتدريب، جدة 1995م.

وفي كلتا الحالتين، فإن المال الذي يمثله السند قابل للبيع والتداول بسعر سوقي لأنه مال مملوك لحامل السند ، وهو متقوم في السوق بحسب عوامل العرض والطلب التي سنتعرض لدراستها فيما بعد .

خصائص سندات الأعيان المؤجرة وسندات الخدمات

كنت ذكرت في بحثي السابق حول هذا الموضوع أن أهم خصائص هذه السندات هي المرونة الشرعية الفائقة التي تتمتع بها نظرا لما لعقد الإجارة من مرونة كبيرة من حيث إمكان وضع شروط عديدة تتعلق بمواعيد دفع الأجرة ومواعيد تسليم العين المؤجرة أو تقديم الخدمة وأنواع الأعيان المؤجرة، وورود عقد البيع على الأعيان المؤجرة وعلى الخدمات المبيعة، وإمكان إصدار سندات من غير مقدم المنفعة أو الخدمة في كلا النوعين من السندات.

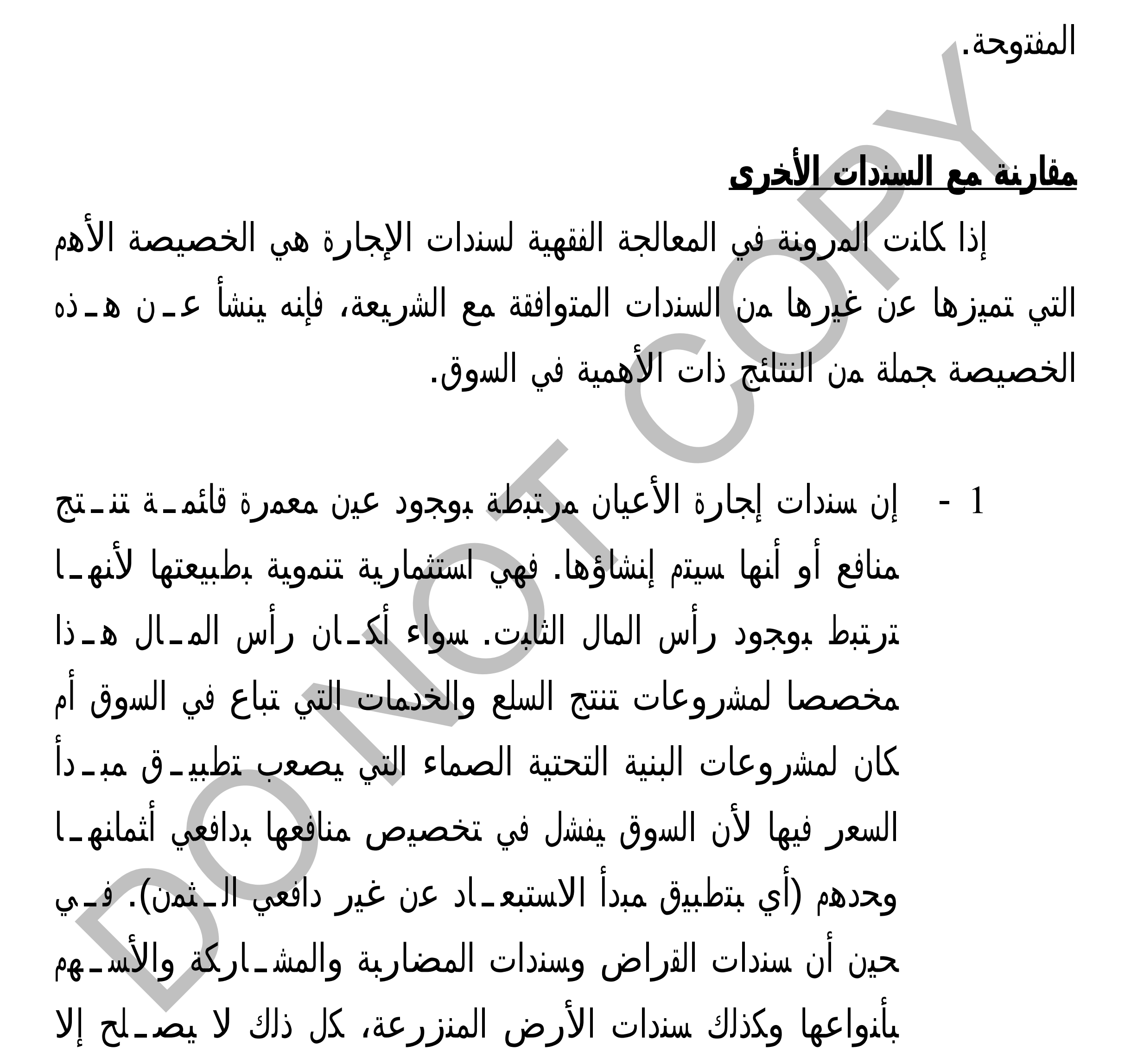
كل ذلك يجعل من هذه السندات أداة مطواعة جدا للتداول وللوساطة المالية وللسنددة، وكل ذلك معا هو أيضاً مما يجعل لها خصائص سوقية لا تتمتع بها جميع أنواع السندات الأخرى مما تتوافق من الأحكام الشرعية وبخاصة في التمويل المتوسط الأجل والطويل الأجل.

وبذلك فإن الخلفية الشرعية لسندات الأعيان المؤجرة تقدم لنا سندات قابلة للتداول وللتسعير السوقي، وفي بعض أصنافها، قابلة أيضا للبيع إلى المصارف وإعادة البيع إلى المصرف المركزي بشكل يجعلها بديلاً للخصم وإعادة الخصم،[9]

---

[9] انظر: منذر قحف "بيع سندات الإجارة كبديل صم الأوراق التجارية" ورقة غ منشورة.

مما يجعلها تناسب التمويل القصير الأجل أيضاً كل ذلك يجعل هذه السندات أدوات مالية تصلح للإصدار من قبل الحكومـة أو المؤسسـات العامـة أو المؤسسـات الخيرية، كما تصلح للاستعمال من قبل المصرف المركزي في عمليـات السـوق المفتوحة.



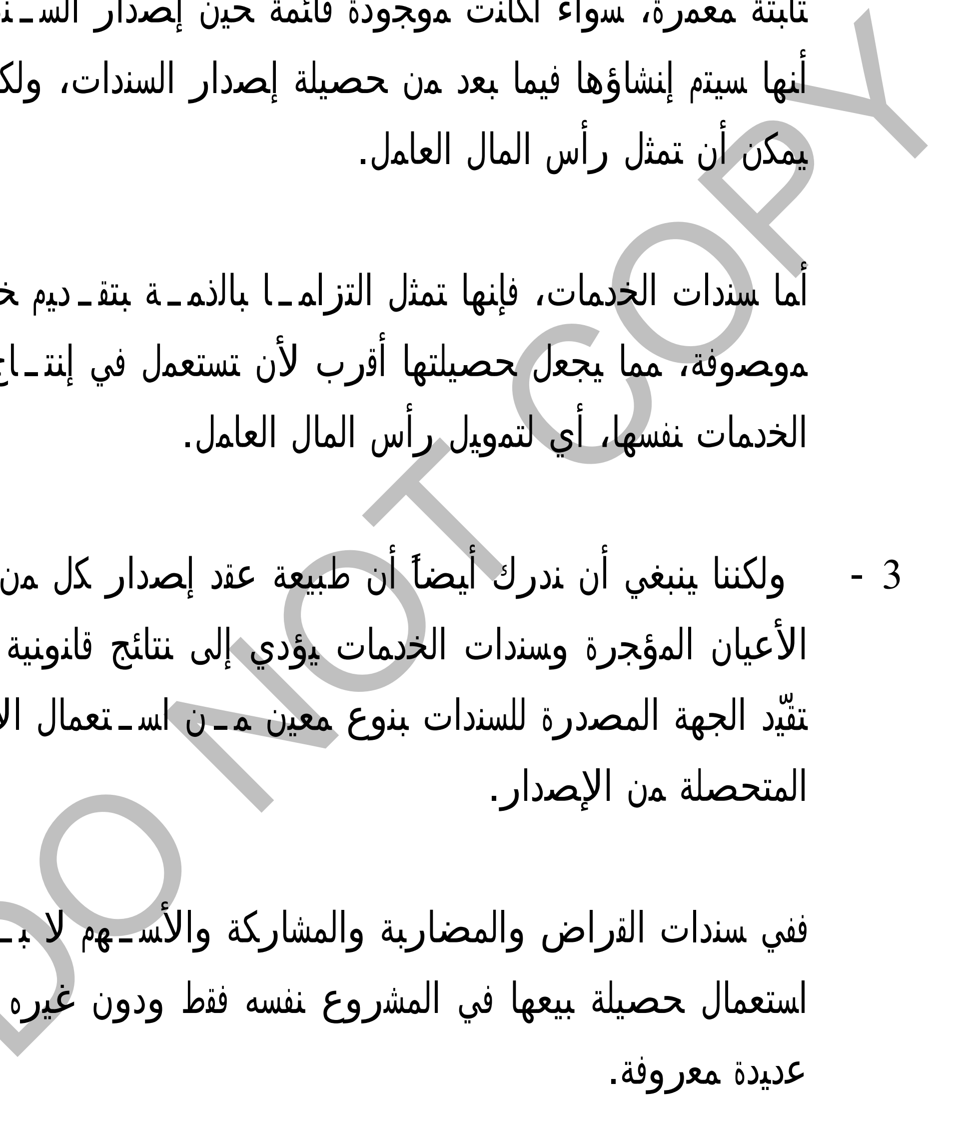
مقارنة مع السندات الأخرى

إذا كانت المرونة في المعالجة الفقهية لسندات الإجارة هي الخصيصة الأهم التي تميزها عن غيرها من السندات المتوافقة مع الشريعة، فإنه ينشأ عـن هـذه الخصيصة جملة من النتائج ذات الأهمية في السوق.

1 - إن سندات إجارة الأعيان مرتبطة بوجود عين معمرة قائمـة تنـتج منافع أو أنها سيتم إنشاؤها. فهي استثمارية تنموية بطبيعتها لأنهـا ترتبط بوجود رأس المال الثابت. سواء أكـان رأس المـال هـذا مخصصا لمشروعات تنتج السلع والخدمات التي تباع في السوق أم كان لمشروعات البنية التحتية الصماء التي يصعب تطبيـق مبـدأ السعر فيها لأن السوق يفشل في تخصيص منافعها بدافعي أثمانهـا وحدهم (أي بتطبيق مبدأ الاستبعـاد عن غير دافعي الـثمن). فـي حين أن سندات القراض وسندات المضاربة والمشـاركة والأسـهم بأنواعها وكذلك سندات الأرض المنزرعة، كل ذلك لا يصـلح إلا لمشروعات تنموية ذات إيراد.

2 - وفي مقابل ذلك، فإن سندات القراض والمضاربة والمشاركة والأسهم بأنواعها تصلح لتمويل رأس المال الثابت والعامل معاً أو أي منهما. أما سندات الأعيان المؤجرة فإنها تمثل ملكية أصول ثابتة معمرة، سواء أكانت موجودة قائمة حين إصدار السندات، أم أنها سيتم إنشاؤها فيما بعد من حصيلة إصدار السندات، ولكنها لا يمكن أن تمثل رأس المال العامل.

أما سندات الخدمات، فإنها تمثل التزاما بالذمة بتقديم خدمات موصوفة، مما يجعل حصيلتها أقرب لأن تستعمل في إنتاج تلك الخدمات نفسها، أي لتمويل رأس المال العامل.



3 - ولكننا ينبغي أن ندرك أيضاً أن طبيعة عقد إصدار كل من سندات الأعيان المؤجرة وسندات الخدمات يؤدي إلى نتائج قانونية قد لا تقيّد الجهة المصدرة للسندات بنوع معين من استعمال الأموال المتحصلة من الإصدار.

ففي سندات القراض والمضاربة والمشاركة والأسهم لا بد من استعمال حصيلة بيعها في المشروع نفسه فقط ودون غيره لأسباب عديدة معروفة.

أما إذ أصدرت سندات أعيان مؤجرة لتمثل أعياناً قائماً موجودة عند الإصدار، تباع لحملة السندات وتستأجر منهم، فإن مصدر السندات سيكون مطلق اليد في استعمال حصيلة البيع في أي غرض يحـدده هو وحده.

وكذلك الأمر عند إصدار سندات خدمات، فإن الجهة المصدرة يمكن لها أن تستعمل الحصيلة في توسيع طاقتها الانتاجية مثلا أي زيـادة رأس المال الثابت، أو في تمويل رأس مالها العامـل، أو فـي أي مشروع آخر.

4 - إن سندات إجارة الأعيان ذات إيراد ثابت محدد مسبقا، فهي تعتبـر من نوع الاستثمارات الإيرادية التي لا تتعرض لكثير من التغيرات في قيمتها السوقية . كما لا تتعرض للمخـاطر الرأسـمالية التـي تتعرض لها الأسهم.[10]، وبخاصة تلك التي تتأثر أسـعارها كثيـرا بظروف السوق والتوقعات حول ا لشركة المصدرة (أي الأسهم التي يوجد فرق كبير بين قيمتها الدفترية وقيمتها السوقية).

كل ذلك يجعل سندات الأعيان المؤجرة سـهلة الانقيـاد للأهـداف الإيرادية في الاستثمار ومطواعة لخدمة السياسـة النقديـة للبنـك

---

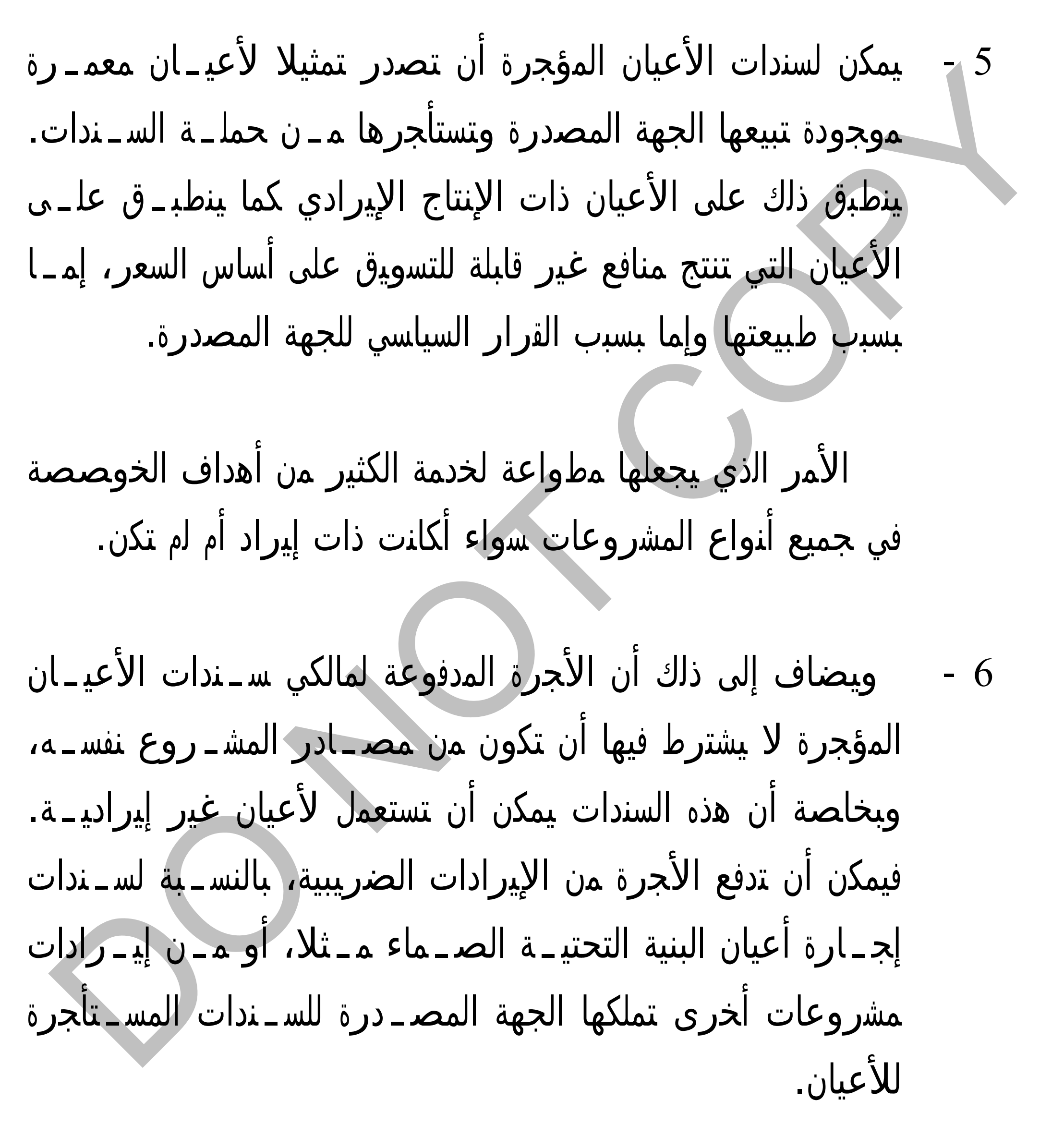
[10] ولا تتعرض سندات الأعيان ا ؤجرة خاطر التطور التكنولوجي على الأعيان القائمة، بسبب ارتباط هذه الأعيان بعقد إجارة لازم، وذلك إلا حالة كون مدة عقد الإجارة تقل عن العمر الاقتصادي للع ا ؤجرة.

المركزي، مما لا يتوفر في أنواع الأسهم والسـندات المشـروعة الأخرى.

5 - يمكن لسندات الأعيان المؤجرة أن تصدر تمثيلا لأعيـان معمـرة موجودة تبيعها الجهة المصدرة وتستأجرها مـن حملـة السـندات. ينطبق ذلك على الأعيان ذات الإنتاج الإيرادي كما ينطبـق علـى الأعيان التي تنتج منافع غير قابلة للتسويق على أساس السعر، إمـا بسبب طبيعتها وإما بسبب القرار السياسي للجهة المصدرة.

الأمر الذي يجعلها مطواعة لخدمة الكثير من أهداف الخوصصة في جميع أنواع المشروعات سواء أكانت ذات إيراد أم لم تكن.

6 - ويضاف إلى ذلك أن الأجرة المدفوعة لمالكي سـندات الأعيـان المؤجرة لا يشترط فيها أن تكون من مصـادر المشـروع نفسـه، وبخاصة أن هذه السندات يمكن أن تستعمل لأعيان غير إيراديـة. فيمكن أن تدفع الأجرة من الإيرادات الضريبية، بالنسـبة لسـندات إجـارة أعيان البنية التحتيـة الصـماء مـثلا، أو مـن إيـرادات مشروعات أخرى تملكها الجهة المصـدرة للسـندات المسـتأجرة للأعيان.

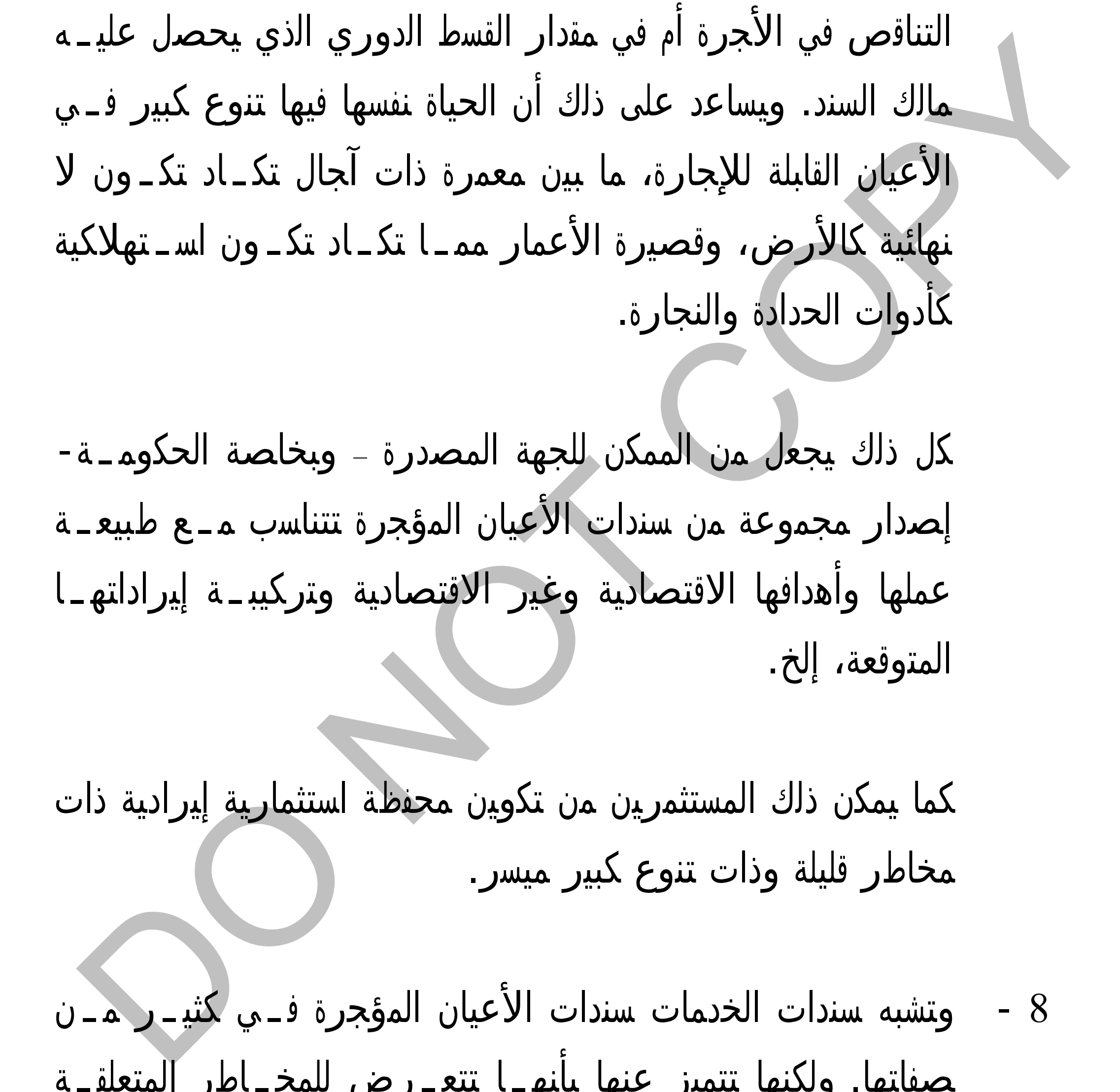


7 - يمكن التنويع الكبير في سندات الأعيان المؤجرة، سواء من حيث آجالها ما بين قصيرة ومتوسطة وطويلة وطويلة جدا، أم من حيث استرداد رأس المال مع أقساط الأجرة، أم من حيث التزايد أو التناقص في الأجرة أم في مقدار القسط الدوري الذي يحصل عليه مالك السند. ويساعد على ذلك أن الحياة نفسها فيها تنوع كبير في الأعيان القابلة للإجارة، ما بين معمرة ذات آجال تكاد تكون لا نهائية كالأرض، وقصيرة الأعمار مما تكاد تكون استهلاكية كأدوات الحدادة والنجارة.

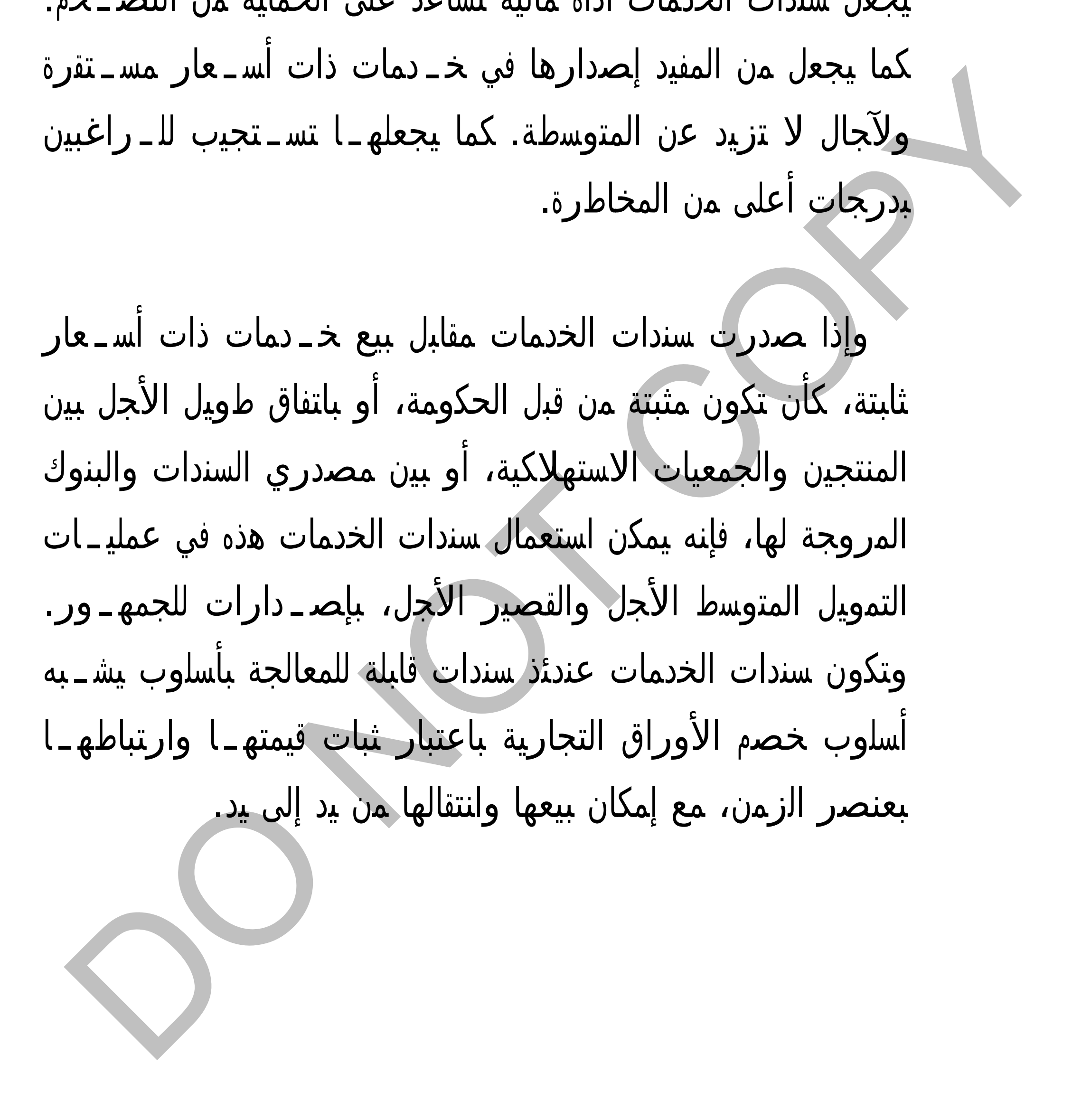
كل ذلك يجعل من الممكن للجهة المصدرة - وبخاصة الحكومة- إصدار مجموعة من سندات الأعيان المؤجرة تتناسب مع طبيعة عملها وأهدافها الاقتصادية وغير الاقتصادية وتركيبة إيراداتها المتوقعة، إلخ.

كما يمكن ذلك المستثمرين من تكوين محفظة استثمارية إيرادية ذات مخاطر قليلة وذات تنوع كبير ميسر.

8 - وتشبه سندات الخدمات سندات الأعيان المؤجرة في كثير من صفاتها. ولكنها تتميز عنها بأنها تتعرض للمخاطر المتعلقة بالتوقعات حول الأسعار المستقبلية للخدمات التي تمثلها. ففي أحوال التضخم المتوقع تشكل سندات الخدمات ملجأ يحمي مالكها



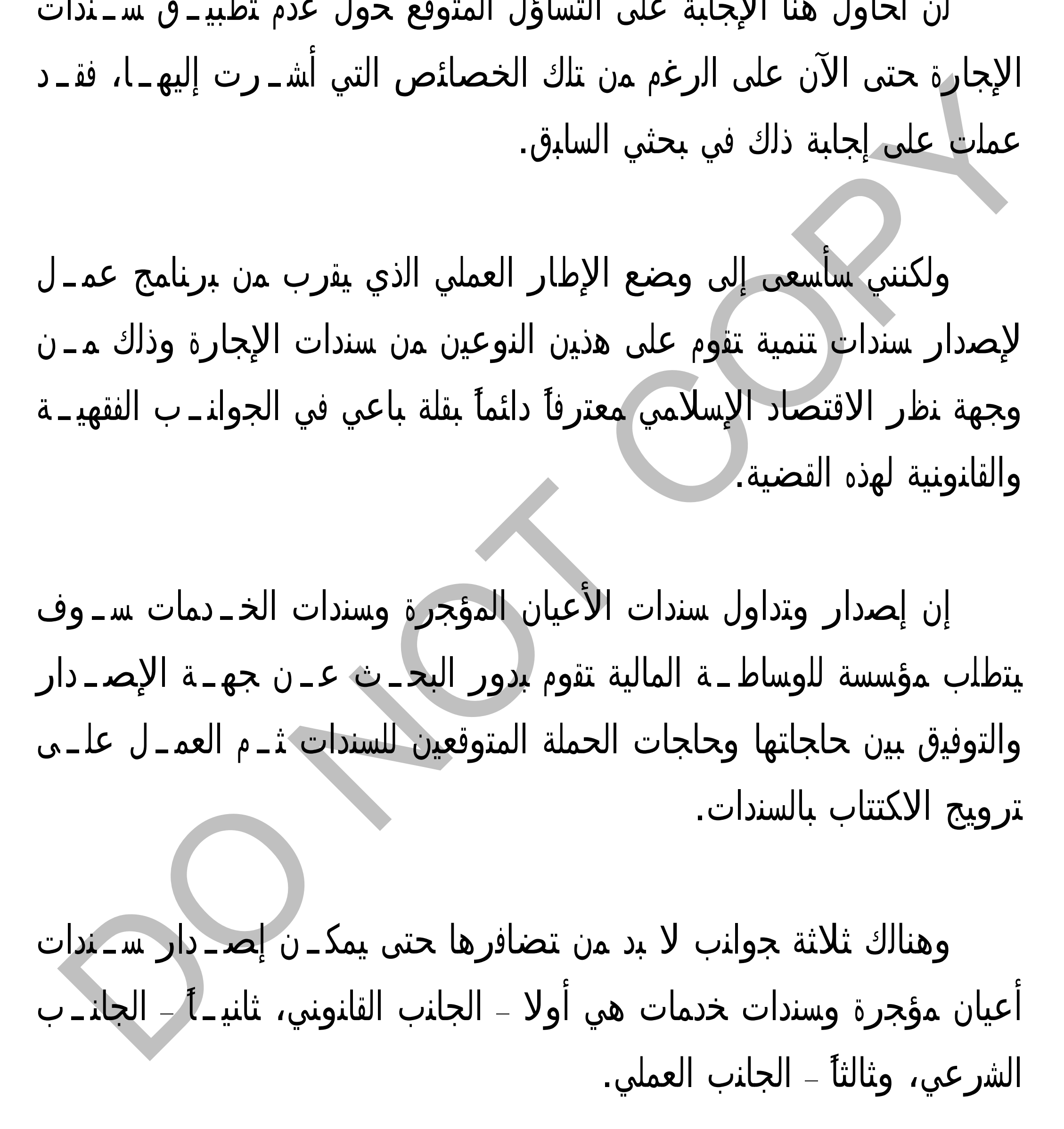
من آثار التضخم. أما في أحوال انكماش الأسعار المتوقعة وتراجعها فإن مالك سندات الخدمات يتعرض للخسارة المتوقعة. الأمر الذي يجعل سندات الخدمات أداة مالية تساعد على الحماية من التضخم. كما يجعل من المفيد إصدارها في خدمات ذات أسعار مستقرة ولآجال لا تزيد عن المتوسطة. كما يجعلها تستجيب للراغبين بدرجات أعلى من المخاطرة.



وإذا صدرت سندات الخدمات مقابل بيع خدمات ذات أسعار ثابتة، كأن تكون مثبتة من قبل الحكومة، أو باتفاق طويل الأجل بين المنتجين والجمعيات الاستهلاكية، أو بين مصدري السندات والبنوك المروجة لها، فإنه يمكن استعمال سندات الخدمات هذه في عمليات التمويل المتوسط الأجل والقصير الأجل، بإصدارات للجمهور. وتكون سندات الخدمات عندئذ سندات قابلة للمعالجة بأسلوب يشبه أسلوب خصم الأوراق التجارية باعتبار ثبات قيمتها وارتباطها بعنصر الزمن، مع إمكان بيعها وانتقالها من يد إلى يد.

4 - الشروط اللازمة لإصدار وتداول سندات الأعيان المؤجرة وسندات الخدمات

لن أحاول هنا الإجابة على التساؤل المتوقع حول عدم تطبيق سندات الإجارة حتى الآن على الرغم من تلك الخصائص التي أشرت إليها، فقد عملت على إجابة ذلك في بحثي السابق.



ولكنني سأسعى إلى وضع الإطار العملي الذي يقرب من برنامج عمل لإصدار سندات تنمية تقوم على هذين النوعين من سندات الإجارة وذلك من وجهة نظر الاقتصاد الإسلامي معترفاً دائماً بقلة باعي في الجوانب الفقهية والقانونية لهذه القضية.

إن إصدار وتداول سندات الأعيان المؤجرة وسندات الخدمات سوف يتطلب مؤسسة للوساطة المالية تقوم بدور البحث عن جهة الإصدار والتوفيق بين حاجاتها وحاجات الحملة المتوقعين للسندات ثم العمل على ترويج الاكتتاب بالسندات.

وهنالك ثلاثة جوانب لا بد من تضافرها حتى يمكن إصدار سندات أعيان مؤجرة وسندات خدمات هي أولا - الجانب القانوني، ثانياً - الجانب الشرعي، وثالثاً - الجانب العملي.

أولاً - الجانب القانوني

يكاد يكون من الممكن في ظل الأوضاع القانونية السائدة حالياً في كثير من البلدان الإسلامية إصدار وتداول سندات الأعيان المؤجرة وسندات الخدمات. فلو أخذنا على سبيل المثال جمهورية مصر العربية، فإن قانون سوق رأس المال، رقم 95 لسنة 1992، ولائحته التنفيذية لا يتضمنان أي نص يحدد الأوراق المالية التي يمكن إصدارها بالأسهم وسندات القرض الربوي. بل إن الباب الأول من القانون، وهو المتعلق بإصدار الأوراق المالية، يتحدث عن الأوراق المالية عموماً ولا يضيّق ذلك، حتى إنه لم يعمم عبارته بما يشمل كل أنواع السندات. فنجد المواد 12 و 13 و 14 من القانون تستعمل عبارة "السندات وصكوك التمويل والأوراق المالية الأخرى" بصورة متكررة.

أما الشروط التي تتحدث عنها قوانين الشركات وقوانين أسواق رأس المال فهي ما يتعلق بالتحقق من حاجة الشركة المصدرة إلى التمويل المطلوب، وصحة اتخاذ القرار من قبل الجهات ذات الصلاحية القانونية، وموافقة هيئة سوق رأس المال على الإصدار.

وعلى الرغم من إمكان إصدار سندات أعيان مؤجرة وسندات خدمات في ظل كثير من القوانين الموجودة في بلدان كثيرة، وعلى الرغم كذلك من إحساسنا بضرورة ظهور بضعة إصدارات لهذه السندات، بحيث تمكن ملاحظتها واختبار تأثيرها وتلقيها في السوق المحلية، فأنني اعتقد مع ذلك أن

التوسع في إصدار سندات الإجارة، بجميع أنواعها، يحتاج إلى صدور تنظـيم قانوني لها يحدد أهم شروطها وينظم الرقابة عليها ولعل أهم النقاط التي ينبغي التأكيد عليها في أي تنظيم قانوني لسندات الإجارة هي ما يلي:

1 - أنواع سندات الإجارة التي يمكن إصدارها وتعريف كل منها.

2 - الشروط التي تحمي حملة السندات. وأهمها ما يتعلـق بمصـداقية الجهة المصدرة، والضمانات التي ينبغي عليها تقديمها عند إصـدار كل نوع من سندات الإجارة، ومصداقية تمثيل السندات لأصول ثابتة حقيقية مؤجرة قائمة فعلا أو سـتقوم، أو لخـدمات مقـدور علـى تقـديمها، وتحديد الجهات التي تدافع عن حقوق حملة كل إصـدار من السندات. وما ينبغي أن تتضمنه نشرة الإصدار لكل نـوع مـن سندات الإجارة، إلخ.

3 - الشروط التي تحمي مالكي الجهة المصدرة تجاه إدارتها عند اتخـاذ قرار إصدار سندات الإجارة.

4 - دور وشروط الوساطة المالية في إصدار وترويج سندات الإجارة.

5 - تحديد الجهة الرقابية (الحسبة) على مصـدري سـندات الإجـارة، وتحديد معايير الرقابة، وأشكالها.

6 - تحديد وتنميط شروط تداول السندات في سوق رأس المال.

7 - تحديد أساليب وشروط استعمال سندات الأعيان المؤجرة وسـندات الخدمات، في عمليات مشابهة لخصـم الأوراق التجاريـة، وفـي عمليات السوق المفتوحة.

ثانياً - الجانب الشرعي

أهم قضية تثير تساؤلات شرعية حول سندات الأعيـان المـؤجرة هـي مسألة التأمين على العين المؤجرة والأعطال الكبيرة التي يمكن أن تتعـرض لها وتأمين إيرادها المعقود عليه عن فترة التعطل. وهذا أمـر يمكـن إيجـاد الحلول الشرعية له بواحد من ثلاثة أساليب .

- تعريف منفعة التأمين تعريفاً دقيقا - وهو أمر ممكن فنيا - واعتبـار هذه المنفعة المعلومة جزءا معلومـاً مـن الأجـرة التـي يـدفعها المستأجر. وذلك بغض النظر عن الثمن الـذي يدفعـه المسـتأجر (لشركة التأمين) عندما يقوم هو بشراء هذه المنفعة من أجل تقديمها للمؤجر. وقد ذكرت هـذا الأسـلوب في بحث غير منشـور لـي حول " بيع سندات الإجارة كبديل شرعي لخصم الأوراق التجارية".

- في التأمين التعاوني القائم على تبرع المستأمن بقسط التأمين تبرعا مشروطا ببعض المنافع، يمكن أن يكون المستأجر هو الذي يتبرع،

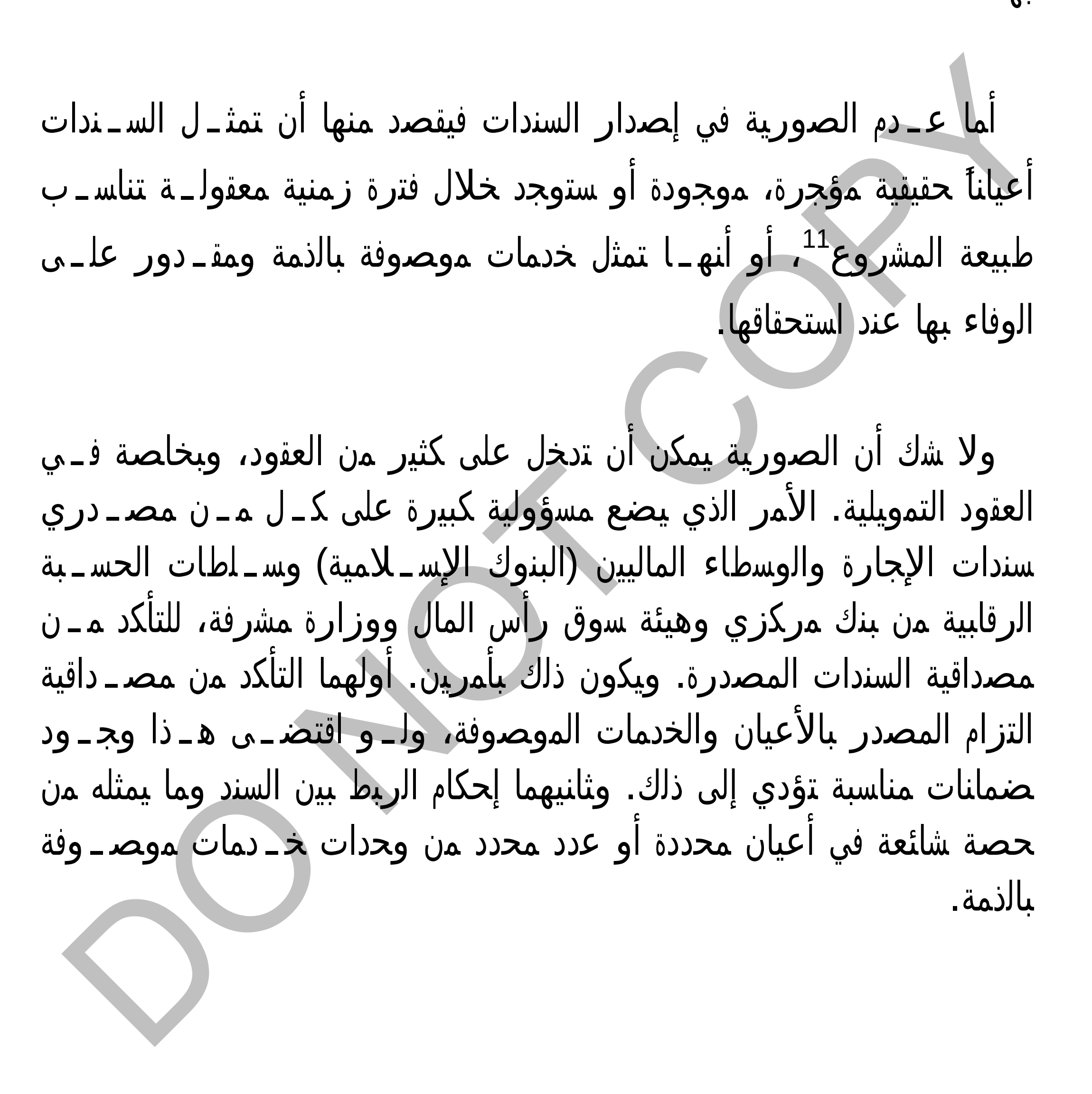
وأن يشترط المنفعة للمالك. وطالما أن كل ذلك تبرع فيغتفر فيه ما لا يغتفر في غيره ... ذكر ذلك الدكتور حسين حامد حسان في ورقة غير منشورة .

- اشتراط الضمان على المستأجر، باعتبار يده يد أمانة مما يجوز بالشرط تضمينها ضمان المتلفات. ذكر ذلك الدكتور نزيه حماد في بحث له غير منشور بعنوان "مدى صحة تضمين يد الأمانة بالشرط".

على أن ثمة مسألتين أخريين ينبغي ملاحظتهما أيضاً هما بيع سندات الأعيان المؤجرة قبل وجود الأصول التي تمثلها، وتجنب الصورية في السندات.

فسندات الأعيان المؤجرة إذا صدرت مع وكالة لمصدرها لإنشاء أو شراء أعيان ثم تأجيرها لنفسه أو لغيره، أو لإنشاء أو شراء أعيان حسب أوصاف سبق أن تم عقد إيجار لمنافع موصوفة بالذمة لها، فإنها - بعد إصدارها الأول - لا يجوز تداولها بسعر سوقي غير ما دفع ثمناً لها إلا بعد أن تغلب الأعيان على النقود لدى الوكيل، بأن يشتري أو يبني أكثرها، فيلحق عندئذ الأقل بالأكثر، وذلك حسب قرار مجمع الفقه الإسلامي رقم (5) المتخذ في دورته الرابعة 18 - 1408/6/23هـ .

أما إذا كانت الأعيان موجودة عند إصـدار السندات التي تمثـل ملكيتهـا فإنه، يمكن بيعها وتداولها بسعر السوق، فور إصدارها وتسـليمها للمكتبـين بها.



أما عـدم الصورية في إصدار السندات فيقصد منها أن تمثـل السـندات أعياناً حقيقية مؤجرة، موجودة أو ستوجد خلال فترة زمنية معقولـة تناسـب طبيعة المشروع[11]، أو أنهـا تمثل خدمات موصوفة بالذمة ومقـدور علـى الوفاء بها عند استحقاقها.

ولا شك أن الصورية يمكن أن تدخل على كثير من العقود، وبخاصة فـي العقود التمويلية. الأمر الذي يضع مسؤولية كبيرة على كـل مـن مصـدري سندات الإجارة والوسطاء الماليين (البنوك الإسـلامية) وسـلطات الحسـبة الرقابية من بنك مركزي وهيئة سوق رأس المال ووزارة مشرفة، للتأكد مـن مصداقية السندات المصدرة. ويكون ذلك بأمرين. أولهما التأكد من مصـداقية التزام المصدر بالأعيان والخدمات الموصوفة، ولـو اقتضـى هـذا وجـود ضمانات مناسبة تؤدي إلى ذلك. وثانيهما إحكام الربط بين السند وما يمثله من حصة شائعة في أعيان محددة أو عدد محدد من وحدات خـدمات موصـوفة بالذمة.

[11] فبناء سد قد يستغرق س سنوات لتتحول خلا ا حصيلة السندات إ أعيان، يؤجر بعدها دة س سنة لوزارة الزراعة والري وتستملك البلدية ا لية السد بعد انقضاء ا دة باعتبار الأرض لموكة ا، ح لا تاج لأكثر من أسابيع لشراء مائة جهـاز كمبيوتر تؤجر لوزارة الأوقاف مثلاً، وتصدر با سندات أعيان مؤجرة دة ثلاث سنوات هي عمرها الإقتصادي.

ثالثا - الجانب العملي التطبيقي

ريثما يصدر قانون خاص لسندات الإجارة، يبدو أن أيسر السبل لتطبيقهـا في ظل القوانين الموجودة هو أن يقوم بذلك مصرف إسلامي. فبعد الانتهـاء من مراحل الدراسة والوصول إلى اختيار المشروع وتحديد أصـوله الثابتـة وعوائده المتوقعة، مقارنة مع ما هو سائد في سوق التمويل، ووضـع نشـرة الإصدار بشروطها وتفاصيلها، يتفق المصرف مع إدارة المشروع على تقديم خدماته بتسويق سندات الأعيان المؤجرة، إما علـى سـبيل الوسـاطة لقـاء عمولات بيع وتحصيل، أو على سبيل ضمان بيع جميع السـندات المصـدرة لزبائنه ولنفسه معاً لقاء عمولات بيع وتحصيل أيضاً.

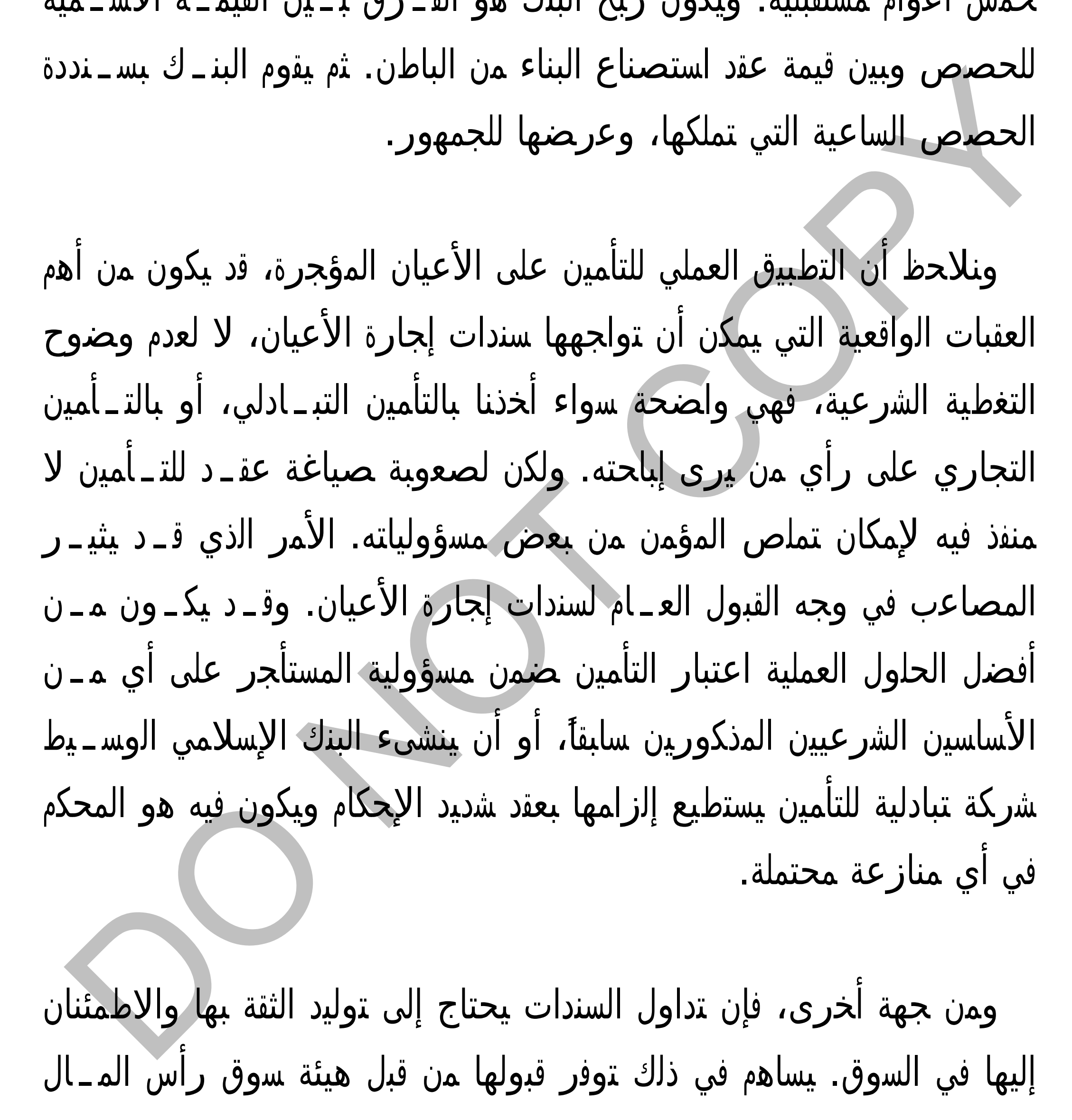
ومثل ذلك فلو رغبت شركة الطيران مثلاً بإصدار تـذاكر اسـمية قابلـة للتظهير، أو للحامل، بسعر يعادل سعر البيع العادي مخصوما منه 12% عن كل سنة، ولتستعمل في عام 2003 ، ولتشتري الشركة بحصـيلتها طـائرات توسع بها أسطولها الجوي، فإن المصرف الإسلامي يستطيع التوسط في إنجاز بيع الإصدار بإحدى الطريقتين المذكورتين.

كما يمكن للمصرف الإسلامي التوسط لتمويل مبنى مجمع للمحاكم الشرعية مثلاً، فيموله عن طريق الإجارة مع وزارة العدل، وعن طريق الاستصـناع من الباطن مع المقاولين. ثم يقوم بعد ذلك بسنددة هذا التمويل، قبـل أو بعـد الشروع بالبناء، أو قبل أو بعد تسليمه. فيصدر البنك سندات أعيـان مـؤجرة يبيعها للجمهور بسعر يحدده البنك المصدر، بناء على دراسته للسوق.

ومثل ذلك أيضاً أن يقوم بنك إسلامي بتمويل بناء كلية للشريعة لجامعة تقبل طلابها بالأقساط، مقابل عدد من الحصص الساعيّة الجامعية موزعة على خمس أعوام مستقبلية. ويكون ربح البنك هو الفرق بين القيمة الاسمية للحصص وبين قيمة عقد استصناع البناء من الباطن. ثم يقوم البنك بسنددة الحصص الساعية التي تملكها، وعرضها للجمهور.

ونلاحظ أن التطبيق العملي للتأمين على الأعيان المؤجرة، قد يكون من أهم العقبات الواقعية التي يمكن أن تواجهها سندات إجارة الأعيان، لا لعدم وضوح التغطية الشرعية، فهي واضحة سواء أخذنا بالتأمين التبادلي، أو بالتأمين التجاري على رأي من يرى إباحته. ولكن لصعوبة صياغة عقد للتأمين لا منفذ فيه لإمكان تملص المؤمن من بعض مسؤولياته. الأمر الذي قد يثير المصاعب في وجه القبول العام لسندات إجارة الأعيان. وقد يكون من أفضل الحلول العملية اعتبار التأمين ضمن مسؤولية المستأجر على أي من الأساسين الشرعيين المذكورين سابقاً، أو أن ينشىء البنك الإسلامي الوسيط شركة تبادلية للتأمين يستطيع إلزامها بعقد شديد الإحكام ويكون فيه هو المحكم في أي منازعة محتملة.

ومن جهة أخرى، فإن تداول السندات يحتاج إلى توليد الثقة بها والاطمئنان إليها في السوق. يساهم في ذلك توفر قبولها من قبل هيئة سوق رأس المال للتداول في السوق النظامية. ويساعد عليه توفر الرقابة والحسبة الدقيقة على الإصدار وإجراءاته وشروطه. وقد يكون من أهم عناصر توليد الثقة إعلان



البنك الوسيط استعداده لشراء السندات بأسـعار تعلـن يوميـاً أو أسـبوعياً، وبخاصة أنها تشكل وسيلة مقبولة لاستثمار فائض السيولة.